

0-793864

На правах рукописи



Александрова Наталия Владимировна

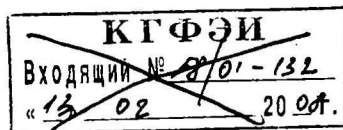
**СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ БАНКОВСКИХ АКТИВОВ
И ЕЕ РОЛЬ В ФОРМИРОВАНИИ ВТОРИЧНОГО
ИПОТЕЧНОГО РЫНКА В РОССИИ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Волгоград – 2008



Диссертация выполнена в ГОУ ВПО «Волгоградская академия государственной службы»

Научный руководитель:	кандидат экономических наук, доцент Золотова Лидия Викторовна
Официальные оппоненты:	доктор экономических наук, профессор Набиев Рамазан Абдулмуминович кандидат экономических наук, доцент Иризепова Маргарита Шамильевна
Ведущая организация:	ГОУ ВПО «Волгоградский государственный Архитектурно-строительный университет»

Защита диссертации состоится 29 февраля 2008 г. в 10 часов на заседании диссертационного совета Д 212.029.04 при ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» по адресу: 400062, г. Волгоград, просп. Университетский, 100, ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет», аудитория 2-05 «В».

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет».

«В

ПО

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000714779

Уч.
со

а

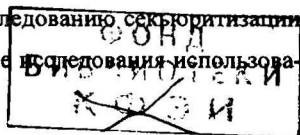
ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования, прежде всего, определяется той ключевой ролью, которую призвана сыграть секьюритизация ипотечных банковских активов в реализации одного из приоритетных национальных проектов. Являясь специфическим инновационным способом финансирования, секьюритизация позволяет, с одной стороны, привлечь значительные финансовые ресурсы, увеличивая возможности банков в проведении активных операций, с другой стороны, создать самые разнообразные ценные бумаги, отвечающие потребностям потенциальных инвесторов.

В условиях России секьюритизация ипотечных банковских активов имеет еще и дополнительное значение. Во-первых, именно секьюритизация ипотечных активов может обеспечить рост национального фондового рынка за счет эмиссии и обращения ипотечных ценных бумаг. Во-вторых, сами бумаги, сконструированные с учетом всех возможных рисков, могут стать объектом инвестирования со стороны институциональных инвесторов - профессиональных финансовых посредников (пенсионных фондов, страховых компаний, паевых фондов и так далее).

В силу перечисленных причин, а также в связи с отсутствием значимых исследований секьюритизации ипотечных банковских активов и ее роли в формировании вторичного ипотечного рынка заявленная тема исследования является своевременной.

Степень разработанности проблемы. Поскольку секьюритизация банковских активов получила развитие на мировых финансовых рынках только в 80-х гг. прошлого века, а в нашей стране лишь создаются необходимые для нее предпосылки и факторы, в отечественной литературе она не выделена в отдельный предмет исследования, а некоторые аспекты использования этого способа финансирования рассматриваются на предмет соответствия действующему законодательству главным образом юристами. Монографий отечественных авторов, посвященных комплексному и системному исследованию секьюритизации активов в России, не издавалось, поэтому в процессе исследования использова-



лись работы зарубежных авторов, среди которых особо следует отметить: Х.П. Бэра, Э. Дэвидсона, Л. Хейра, Д. Кравитта, Д. Хендерсона, Д. Скотта, С. Шварца, К. Хилла.

Теоретические и методологические проблемы развития и эффективного функционирования рынка ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг рассмотрены в работах: Л. Гитмана, М. Джонка, Н. Ордуея, Дж. Фридмана, Д. Норткотта, Дж. Френсиса. Дж. Синки мл., Полларда Л.М, Ж.Т. Пассейна.

Отдельные аспекты формирования рынка ипотечных ценных бумаг в России нашли отражение в работах отечественных авторов: Пастуховой Н., Усошкина В.М., Суворова Г., Астапова К., Казакова А, Демушкиной Е, Драгунова В., Минца В, Смирнова С, Слекенича А., Белявского, Плешаковой О.

Секьюритизация активов и становление системы ипотечного кредитования невозможны без законодательного регулирования всех сторон ипотечных отношений. Наряду с информационной функцией в законодательстве заложен механизм гарантий интересов и прав субъектов ипотечного рынка. Использование в работе законодательных и нормативных актов, а также исследований отечественных юристов: Карабановой К., Мельникас М., Сушковой Е., Туктарова Ю, Селивановского А., Толкушкина А., отражает особенность рассматриваемой проблемы.

Становление национального рынка ипотечных ценных бумаг сопровождается возникновением национальных институтов секьюритизации. В этой связи автор опирался на основополагающие аспекты концепций теоретиков неоинституционализма - Т. Веблена, Д. Норта, Р. Познера.

Актуальность, теоретическая и практическая значимость секьюритизации ипотечных банковских активов определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Целью диссертационной работы является проведение комплексного анализа национальной системы рефинансирования ипотечных кредитов, выявление специфических особенностей и тенденций становления рынка вторичных

ипотечных ценных бумаг, разработка мер, направленных на повышение эффективности его функционирования.

Реализация цели предопределила необходимость последовательного решения следующих задач:

- определить специфические особенности секьюритизации ипотечных банковских активов как особого способа финансирования;
- проанализировать содержание процесса секьюритизации с точки зрения состава участников, этапов и последовательности действий эмитента ипотечных ценных бумаг и иных сторон сделки;
- выявить, описать и проанализировать систему рисков, возникающих в процессе секьюритизации ипотечных банковских активов, и методы минимизации рисков;
- выявить специфику становления национальных институтов секьюритизации ипотечных банковских активов;
- провести анализ законодательной базы, регулирующей процесс секьюритизации и деятельность национальных институтов секьюритизации;
- определить влияние институциональной среды на масштабы и формы секьюритизации ипотечных банковских активов;
- выявить тенденции развития рынка ипотечных ценных бумаг;
- оценить перспективы развития национального рынка ипотечных ценных бумаг.

Объектом исследования являются современные институты секьюритизации ипотечных банковских активов, а также практические аспекты их функционирования.

Предмет исследования представлен национальной системой секьюритизации ипотечных банковских активов, находящейся в стадии становления, в разрезе создания экономически эффективного и наименее рискованного механизма рефинансирования ипотечных кредитов.

Теоретические и методологические основы исследования. Методология данной работы соответствует специфике рассматриваемых проблем, осно-

вана на системном подходе и принципах институционального анализа, применяемых к исследованию процесса, составляющего сущность происходящих в денежно-кредитной сфере изменений.

Поставленные в работе задачи реализуются автором на основе общего системно-функционального подхода с использованием методов восхождения от абстрактного к конкретному, анализа и синтеза, наблюдения, обобщения, сравнительного статистического и динамического анализа, а также метода классификации.

Теоретической основой исследования являются теории неoinституционализма и теории экономического анализа права, позволяющие реализовать комплексный подход к исследованию одного из направлений в деятельности институтов финансового посредничества. Наиболее существенными элементами данного подхода, используемыми в работе, являются: институт как единица анализа, необходимость упорядочивания взаимодействия между экономическими агентами, формы координации этого взаимодействия, эффективность координации, сравнение результатов и издержек.

Практическая значимость проведенного исследования заключается в том, что ряд предложений по формированию пулов ипотечного покрытия и методов управления рисками могут быть внедрены в практическую деятельность российских коммерческих банков. Предложения, направленные на совершенствование нормативного регулирования секьюритизации ипотечных активов банками, могут быть использованы органами банковского надзора в процессе разработки новых документов, регламентирующих данное направление деятельности.

Содержащиеся в работе положения, выводы и рекомендации могут быть также использованы:

- в процессе дальнейшего совершенствования понятийного аппарата, характерного для секьюритизации ипотечных банковских активов;
- для разработки и экспертизы отечественного законодательства, регулирующего секьюритизацию как сложную финансовую сделку;

- в учебном процессе при чтении лекций по дисциплинам и спецкурсам: «Банковское дело», «Рынок ценных бумаг», «Срочные сделки и производные инструменты».

Информационная база исследования представлена действующими федеральными и региональными законодательными актами. Базу для исследования составили официальные статистические данные Росстата, аналитические и статистические обзоры Агентства ипотечного жилищного кредитования, Центрального банка РФ, справочные материалы, опубликованные в специальной периодической печати и размещенные в сети Интернет. В ходе исследования проанализированы нормативные акты Центрального банка РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам.

Основные положения диссертационного исследования, выносимые на защиту

1. Секьюритизация ипотечных банковских активов является частным случаем финансовой инновации, суть которой состоит в эмиссии ценных бумаг, обеспеченных денежными потоками по различным активам или кредитам. Специфика секьюритизации ипотечных банковских активов состоит в следующем:

- активами, лежащими в основе сделки, являются права требования банка по кредитам, обеспеченным залогом недвижимости, в том числе оформленным залкладной;

- ипотечные кредиты выдаются строго по стандартам, позволяющим впоследствии сформировать дифференцированный пул финансовых активов, который и является ипотечным покрытием эмиссии;

- генерируемые ипотечными кредитами ежемесячные платежи, состоящие из суммы процентов и частичного погашения основного долга, передаются держателям ипотечных ценных бумаг (инвесторам);

- погашение долга по ипотечной бумаге осуществляется постепенно, но при этом возможно и досрочное погашение.

2. В реальной действительности секьюритизация ипотечных банковских активов может быть осуществлена либо в виде балансовой секьюритизации,

либо в виде внебалансовой секьюритизации, каждая из которых, используя одну и ту же технику финансирования, предполагает разный состав участников, разную организацию процесса секьюритизации, разный способ распределения и передачи рисков. Вид секьюритизации предопределяет национальную модель, которая обычно закрепляется национальной юрисдикцией.

3. Как и всякая финансовая сделка, секьюритизация сопровождается множеством рисков, которые, с позиции системного подхода, могут быть классифицированы по следующим критериям:

- по уровню риска;
- по механизмам реализации;
- по причастности к реализации рисков;
- по сфере происхождения.

Систематизация рисков секьюритизации ипотечных активов банка позволяет описать внутренние особенности каждого риска в отдельности и связи различных видов риска, что является важнейшей основой качественной оценки рисков дифференцированного пула ипотечных активов. Оценка рисков пула влияет на процесс структурирования сделки, на выбор финансового инструмента секьюритизации, на инвестиционное качество инструмента.

4. Развитие секьюритизации невозможно вне системы национальной юрисдикции, включающей в себя совокупность правоустанавливающих документов, регулирующих деятельность всех участников процесса секьюритизации. Секьюритизация как правовой институт представляет собой систему норм, направленных на снижение финансовых и правовых рисков, возникающих при рефинансировании совокупности денежных требований путем размещения ценных бумаг. Качество законодательной базы, в свою очередь, является фактором, влияющим на масштабы секьюритизации, цену рефинансирования, на географическое направление платежных потоков.

5. Специфическим участником внебалансовой секьюритизации ипотечных активов является специальное юридическое лицо (по национальной терминологии ипотечный агент), смысл деятельности которого состоит в принятии на

кредиторов трасти осуществляет защиту интересов инвесторов и доверительное управление активами, которые, по сути, служат обеспечением обязательств эмитента.

Вторичный рынок ипотечных кредитов и их рефинансирование посредством эмиссии ипотечных ценных бумаг

В общем виде вторичный ипотечный рынок, включающий в себя, во-первых, обращение закладных, обеспечивающих замену кредитора в первоначальном обязательстве, во-вторых, обращение ипотечных ценных бумаг (долговых и долевых), является результатом развития ипотечного кредитования. Можно утверждать, что именно достигнутые объемы ипотечного кредитования, разработанные в процессе кредитования стандарты, а также условия, обеспечивающие доступность этой услуги для значительной части населения, являются той основой, на которой стала возможной секьюритизация ипотечных активов.

Статистика по кредитам, выданным гражданам на приобретение жилья, ведется ЦБ РФ только с 2004 года, при этом Центральный банк выделяет кредиты, выданные под залог жилья, и кредиты, обеспеченные иными способами, предусмотренными российским законодательством. Анализ статистики показывает, что общий объем кредитов населения на покупку жилья увеличивается достаточно быстро: на 01.10.2004 г. их величина составляла 40,1 млрд. рублей, а на 01.04.2007 – 411,7 млрд. рублей, иными словами за 2,5 года объем кредитной задолженности данного вида увеличился в 10 раз, хотя к объему ВВП за 2006 год эти кредиты составляют всего 0,15%, в то время как все кредиты физическим лицам по состоянию на 01.01.2007 года составляют 7,7% от ВВП. При наличии положительной динамики увеличения объемов кредитования физических лиц на покупку жилья первичный рынок вряд ли можно считать сформировавшимся.

Анализ официальной банковской статистики позволяет выявить и некоторые другие тенденции в развитии указанного рынка. К ним относятся:

- увеличение в составе кредитов на покупку жилья доли кредитов, обеспеченных залогом приобретаемой недвижимости: на 01.10.2004 года их доля

В состав участников секьюритизации ипотечных банковских активов обязательно входит депозитарий – специализированная организация, осуществляющая учет имущества, составляющего ипотечное покрытие, путем ведения реестра, хранение документов, подтверждающих права требования по ипотечному покрытию, раскрытие информации о составе и размере ипотечного покрытия.

В состав ипотечного покрытия входят и закладные – документарные ценные бумаги, составляющие важнейший сегмент вторичного ипотечного рынка. Существующий сегодня порядок оборота залковых (от оригинатора к ипотечному агенту, от ипотечного агента – в специальный депозитарий) не эффективен, сопряжен с дополнительными рисками (утраты, повреждения, подделки). Представляется целесообразным изменение порядка обращения залковых через специализированный депозитарий, введение процедур «обездвиживания» залковых. Без решения этих проблем процесс секьюритизации ипотечных активов останется длительным и затратным.

Особенно ощутимым является отсутствие в составе российских участников процесса секьюритизации активов такого института, как рейтинговые агентства. Деятельность этих институтов сводится к установлению кредитного рейтинга эмитента и эмитируемым долговым ценным бумагам с ипотечным покрытием. Заметим, что оценка кредитного риска, связанного с определенной ценной бумагой определенного эмитента, позволяет эмитенту успешно размещать свои бумаги, поскольку высокий рейтинг обеспечивает привлекательные условия размещения эмиссии. Инвестору рейтинг помогает принять квалифицированное решение о размещении временно свободных средств.

Российским законодательством не предусмотрено участие в секьюритизации ипотечных активов такого важнейшего участника, который абсолютно необходим при внебалансовой секьюритизации активов и является связующим звеном между ипотечным агентом и инвесторами, как трасти.

Трасти или доверенное лицо является важным участником, деятельность которого детально регламентируется. В качестве фактического представителя

себя части рисков originатора в процессе обособления финансовых активов последнего. Важнейшими характеристиками специального юридического лица являются юридическая независимость и экономическая самостоятельность. Наилучшим образом такой подход реализуется в юридической конструкции лица со специальной правоспособностью, максимально защищенного от банкротства, имеющего особый порядок реорганизации.

6. Вторичный ипотечный рынок, его масштабы, виды ценных бумаг, их структура являются производными от первичного ипотечного рынка. Рынок ипотечного кредитования имеет устойчивую тенденцию к росту, увеличивая при этом потребности банков в свободных ресурсах.

Секьюритизация ипотечных банковских активов кредитными организациями России находится в самом начале своего становления и носит преимущественно трансграничный характер, практически не способствуя развитию национального фондового рынка.

Научная новизна. Наиболее существенные результаты, полученные автором и содержащие элементы научной новизны, заключаются в следующем:

- уточнено содержание понятия секьюритизации ипотечных банковских активов как сложной финансовой инновации, представляющей собой комбинирование различных структурированных элементов, характерных для кредитования и заимствования на рынке денежного капитала, позволяющих одновременно достичь нескольких результатов – повысить ликвидность originатора, распределить особыми способами риски, предложить рынку новые финансовые инструменты и создать вторичный ипотечный рынок;

- проведен сравнительный анализ балансовой и внебалансовой секьюритизации ипотечных банковских активов на основе разработанных автором признаков (передача пула ипотечных банковских активов от originатора ипотечному агенту; состав покрытия, кредитный рейтинг выпускаемых бумаг, риск досрочного погашения, риск задержки выплат, порядок погашения);

- обоснованы критерии классификации рисков, возникающих при секьюритизации ипотечных банковских активов (по уровню, по механизму орга-

низации, по причастности к реализации, по сфере происхождения) и на их основе разработана система рисков, присущих данному виду финансовой деятельности.

- уточнена роль кредитной организации как эмитента ипотечных ценных бумаг и выявлены факторы, сдерживающие эмиссионную деятельность кредитных организаций (отсутствие специализированных ипотечных банков; незаконченный характер отечественного законодательства, регулирующего совокупность сделок в процессе секьюритизации; неоднозначное определение кредитной организации как ипотечного агента);

- выявлены превалирующие тенденции рынка ипотечного кредитования (отсутствие долгосрочной ресурсной базы; неблагоприятная динамика структуры пассивов банковского сектора; отсутствие национальных стандартов ипотечного кредитования; низкий уровень платежеспособности населения) на основе комплексной оценки рынка ипотечного кредитования в России.

Апробация результатов исследования. Разработанная автором система классификации рисков секьюритизации использована во внутренних документах, регламентирующих деятельность подразделения банка ВТБ 24 (ЗАО): «Методических рекомендациях о порядке квалификации приобретаемых ВТБ 24 (ЗАО) закладных»; «Порядке заключения соглашений о покупке закладных».

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 3,73 п.л., в том числе в двух статьях, которые были опубликованы в журнале «Финансы и кредит». Основные положения работы были доложены на международной научно-практической конференции «Социально-экономическое развитие современного общества в условиях реформ».

Структура диссертации определяется логикой проведенного исследования и состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложений.

Во введении обосновывается актуальность темы исследования, раскрывается степень научной разработанности проблемы, формулируются цель и зада-

фондами имеют право выпускать долевыми ценные бумаги (сертификаты участия). Сравнительный анализ различий между собственно ипотечным агентом и кредитной организацией - эмитентом долговых бумаг показывает, что они весьма существенны (табл. 2).

Таблица 2

Сравнительный анализ различий ипотечного агента и кредитной организации эмитента ипотечных ценных бумаг

	Ипотечный агент	Кредитная организация
Основной надзорный орган	ФСФР	ЦБ РФ и ФСФР*
Тип операций	Только приобретение прав требований и эмиссия ИЦБ	Все виды операций, предусмотренные лицензией
Срок деятельности	До исполнения обязательств по всем выпущенным бумагам	Не ограничен
Организационно-правовая форма	Только акционерное общество	Акционерное общество; общество с ограниченной ответственностью; общество с дополнительной ответственностью**
Ограничения правоспособности	-запрет на наем работников; - запрет на совмещение функций; - заключение возмездных сделок с физическими и юридическими лицами	Нет
Отделение бухгалтерского и управленческого учета	Является обязательным	Не предусмотрено

Источник: составлена автором.

*п. 1 ст. 42 Федерального закона от 11 ноября 2003 года (ред. 27.07.2006) №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»

**п. 1.1. Инструкция ЦБ РФ от 14.01.2004 №109-И (ред. от 11.12.2006) «О порядке принятия Банком России решения о государственной регистрации кредитных организаций и выдаче лицензий на осуществление банковских операций»

Деятельность этих организаций регулируется разными органами, они обладают разной правоспособностью и генерируют принципиально разные риски. Думается, что совершенствование законодательства в части четкого закрепления функций ипотечного агента за специальным юридическим лицом, однозначно определяющим его положение и организационно-правовую форму, способствовало бы развитию вторичного ипотечного рынка.

Одновременно с этим законодательство должно определиться и с механизмом реализации прав владельцев облигаций, а также прав заемщиков в случае реализации ипотечного покрытия.

(например, REPORT с различными ценными бумагами, обеспеченными ипотечным покрытием) и сделки с деривативами.

Особое значение в части регулирования сделки секьюритизации ипотечных банковских активов имеет определение статуса ипотечного агента (SPV), поскольку он является ключевой фигурой во внебалансовой секьюритизации. Именно ему оригинатор вместе с пулом передает часть рисков.

В странах, для которых характерна внебалансовая секьюритизация ипотечных банковских активов, положение ипотечного агента (SPV) определяется следующими чертами:

- ипотечный агент является юридически обособленным и экономически независимым от оригинатора лицом, поскольку только в этом случае возможны реальная уступка финансовых активов и замена кредитора в первоначальном обязательстве;
- полностью исключена ситуация банкротства ипотечного агента, поскольку переуступка требований означает одновременно обособление потоков платежей должников от общего потока денежных средств оригинатора;
- хозяйственные цели ипотечного агента сводятся исключительно к приобретению прав требований и эмиссии ценных бумаг (то есть налицо ограничение правоспособности);
- организационно-правовой формой ипотечного агента, как правило, являются трасты или корпорации, а их учредителями – некоммерческие трасты;
- ипотечные агенты имеют право выпускать как долговые, так и долевыми ценные бумаги.

Закон об ипотечных ценных бумагах, в котором отчасти рассматриваются данные проблемы, предполагает как минимум наличие на вторичном ипотечном рынке трех различных субъектов, участвующих в процессе секьюритизации. Это собственно ипотечные агенты, это кредитные организации, при соблюдении определенных требований, установленных органом надзора, имеющие право эмитировать долговые ценные бумаги, и, наконец, коммерческие организации при наличии специальной лицензии по управлению различными

чи, определяются объект и предмет исследования, характеризуются научно-методические основы, научная новизна и практическая значимость работы.

В первой главе работы «Секьюритизация активов: понятие, виды и риски» раскрывается сущность секьюритизации ипотечных банковских активов, проводится сравнительный анализ балансовой и внебалансовой секьюритизации ипотечных банковских активов, предлагается система классификации рисков, возникающих при секьюритизации ипотечных банковских активов, выделяются методы управления рисками.

Во второй главе «Финансовые институты секьюритизации ипотечных банковских активов России и регулирование их деятельности» исследуются институциональные особенности секьюритизации ипотечных банковских активов как специфического способа финансирования, включающие анализ роли и функций финансовых институтов (организаций), возникающих исключительно в связи с использованием данного способа финансирования, а также анализ регулятивных функций и процедур, включая законодательные, которые сопровождают практическую деятельность финансовых посредников в процессе секьюритизации.

В третьей главе «Вторичный рынок ипотечных кредитов и их рефинансирование посредством эмиссии ипотечных ценных бумаг» исследован ипотечный рынок России, определены основные тенденции и направления его формирования, сформулированы ключевые проблемы его развития, дана оценка состояния и перспектив секьюритизации ипотечных банковских активов в России и ее роли в увеличении масштабов вторичного рынка.

В заключении диссертации в обобщенном виде изложены основные итоги проведенного исследования в соответствии с поставленной целью и задачами работы, сформулированы основные выводы на теоретическом и практическом уровнях.

Основные идеи и выводы диссертации

Секьюритизация активов: понятие, виды и риски

Начало становлению секьюритизации банковских активов в России положено. Кредитные организации России все более и более нуждаются в эффективных способах привлечения денежных средств. В этих условиях разработка понятийного аппарата, позволяющего раскрыть секьюритизацию и как сложную финансовую инновацию, и как комплексную сделку, и как систему взаимоотношений между её участниками представляется крайне необходимой.

Анализ подходов различных авторов, иностранных и российских, выявил не только отсутствие единого принятого определения секьюритизации ипотечных банковских активов, но и различное понимание ее сущности.

С точки зрения практического результата, секьюритизация представляет собой способ рефинансирования, с точки зрения originатора – списание активов с баланса и передачу части рисков, с точки зрения инвесторов – появление нового сегмента фондового рынка и нового инструмента, обладающего уникальными характеристиками (потоками платежей, графиками выплат, рисками и так далее).

Отсутствие в российском законодательстве единообразного толкования секьюритизации ипотечных банковских активов способствует неопределенности в части использования этого понятия и создает трудности в практической деятельности коммерческих банков. Выявление некоторых специфических особенностей секьюритизации ипотечных банковских активов позволило сформировать следующее определение: секьюритизация активов – это инновационный способ финансирования, при котором происходят выбор, выделение и передача определенных активов, имеющих у инициатора секьюритизации, в дифференцированный пул финансовых активов, списываемый с баланса инициатора и передаваемый новой специально создаваемой организации, которая в дальнейшем выпускает ценные бумаги, обеспеченные данными активами, и размещает их среди широкого круга инвесторов.

стоящее время применяется комбинация перечисленных выше способов повышения надежности.

Финансовые институты секьюритизации ипотечных банковских активов и регулирование их деятельности

В диссертации рассматриваются основы секьюритизации, деятельность финансовых институтов секьюритизации, регулятивные функции и процедуры.

На успешность проведения секьюритизации ипотечных банковских активов большое влияние оказывает качество регулирующего сделки законодательства.

Анализ формальных правил, закрепленных в Гражданском кодексе РФ (часть 2 от 26 января 1996 года №14-ФЗ), Федеральном законе от 16 июля 1998 года №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)», Федеральном законе от 11 ноября 2003 года №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», Федеральном законе от 22.04.1996 года №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», Федеральном законе от 21 июля 1997 года №122-ФЗ «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним», Законе РФ от 29.05.1992 №2872-1 «О залоге», а также в нормативных актах Центрального банка РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам и Постановлениях правительства, позволяет автору дать комплексную оценку правовой и нормативной базы, регулирующей сложную финансовую сделку, на предмет проработанности статусов и полномочий основных участников секьюритизации ипотечных активов, на предмет совместимости и непротиворечивости отдельных актов, на предмет соответствия их требованиям, обеспечивающим соблюдение прав и законных интересов участников сделки.

Отмечая, что отечественное законодательство неуклонно развивается, автор выделяет некоторые его свойства: во-первых, отсутствие законов прямого действия, например, закона о секьюритизации активов; во-вторых, наличие большого количества подзаконных актов, которые можно постоянно менять, что не соответствует интересам участников секьюритизации; в-третьих, отсутствие блока отечественного законодательства, регулирующего срочные сделки

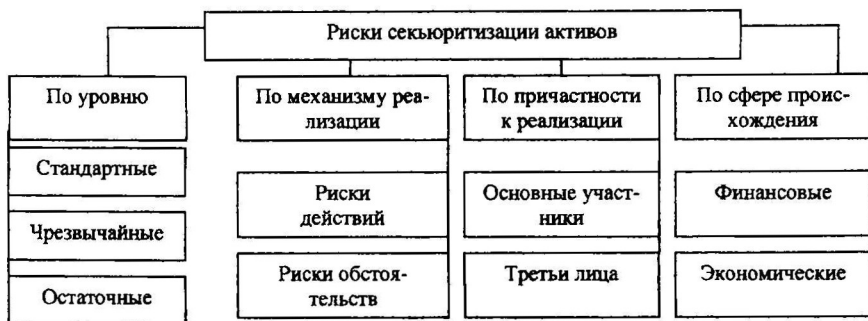


Рис. 1 Классификация рисков секьюритизации активов

Источник: составлен автором.

Реализация любого из названных рисков может негативно повлиять на регулярность потока платежей от заемщиков к инвесторам.

В целях минимизации рисков, возникающих при секьюритизации активов, используют количественные ограничения, а также механизмы внешней и внутренней кредитной поддержки.

Внешняя кредитная поддержка – это поддержка, обеспечиваемая сторонними организациями. Данный вид поддержки имеет следующие формы: дополнительная гарантия, страховое покрытие, аккредитив, счета денежного обеспечения.

Внутренняя кредитная поддержка – поддержка, обеспечиваемая организатором секьюритизации посредством предъявления высоких требований к “качеству” и параметрам ипотечных кредитов; снижения рисков путем формирования существенного пула ипотечных кредитов, диверсифицированного географически, по сроку кредитов и по другим факторам; формирования специального резервного фонда из поступлений от секьюритизированных активов; выдачи гарантии самого организатора секьюритизации; избыточное покрытие (overcollateralisation); ограничения минимального значения DSCR (debt service coverage ratio); события-триггеры; структурирования эмиссии в несколько траншей (субординирование); использования спрэд и резервных счетов. В на-

В реальной действительности секьюритизация ипотечных банковских активов осуществляется в виде балансовой и внебалансовой, в то время как секьюритизация на основе пулов потребительского кредитования, автокредитов и так далее может быть осуществлена в виде синтетической секьюритизации.

Отличия между балансовой и внебалансовой секьюритизацией представляются чрезвычайно существенными, все они представлены в табл. 1

Таблица 1

Основные отличия балансовой секьюритизации активов от внебалансовой

Критерии	Вид секьюритизации банковских активов	
	Балансовая	Внебалансовая
Нахождение прав требований по ипотечным кредитам	На балансе первичного кредитора	Списываются с баланса первичного кредитора и передаются специализированной организации
Состав кредитного покрытия	Может изменяться с течением времени	Точно определен до конца срока
Кредитный рейтинг выпускаемых бумаг	Зависит только от рейтинга эмитента	Высокий рейтинг обеспечивается высоким рейтингом эмитента и мерами кредитной поддержки
Риск досрочного погашения обязательств	Несет банк-эмитент	Несет инвестор
Риск задержки выплат	Может возникнуть в случае конкурсного производства в отношении эмитента	Полностью исключен
Порядок погашения	Разовым платежом, без досрочного погашения	Выплаты в установленные сроки; возможно досрочное погашение

Источник: составлена автором.

Сравнительный анализ видов секьюритизации позволяет сделать ряд выводов, имеющих практическое значение для развивающегося рынка ценных бумаг в России.

Балансовая секьюритизация ипотечных банковских активов предполагает выпуск ипотечных ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требований. При этом выпускаемые ценные бумаги остаются на балансе банка-эмитента, но отражаются в отдельном реестре учета ипотечного обеспечения.

Защита прав владельцев облигаций с ипотечным покрытием при балансовой секьюритизации банковских активов обеспечивается путем соблюдения

эмитентами трех принципов: специализации; обеспечения; соответствия размера обеспечения объему эмиссии.

При проведении внебалансовой секьюритизации банк – первичный кредитор – передает права требования по пулу ипотечных кредитов специализированной организации, списывая ипотечные кредиты со своего баланса. Кроме того, банк-оригинатор при осуществлении внебалансовой секьюритизации прекращает нести риски, связанные с переданными кредитами. Защита прав владельцев облигаций с ипотечным покрытием обеспечивается с помощью механизмов повышения надежности.

Секьюритизация ипотечных банковских активов представляет собой сложную сделку, в которой участвуют различные финансовые и нефинансовые организации, оценочные и страховые компании, рейтинговые агентства (в том числе международные), ипотечные агенты (банки и специальные юридические лица), платежные агенты, андеррайтеры, физические лица в качестве ипотечных заемщиков, инвесторы (главным образом юридические и физические лица).

Анализ этапов процесса секьюритизации ипотечных активов позволяет сделать вывод о чрезвычайно важном значении разработанных в определенной юрисдикции стандартов, то есть комплекса взаимоувязанных положений, форм документов, договоров, реквизитов бумаг, например, закладной, позволяющих, во-первых, обеспечить согласованность и координацию действий всех участников, во-вторых, минимизировать совокупные затраты по осуществлению сделки, в-третьих, существенно уменьшить риски, которые могут возникнуть в процессе заключения договоров.

Как сложная финансовая сделка, секьюритизация ипотечных банковских активов сопровождается, во-первых, традиционными рисками (кредитным, ликвидности, рыночными, расчетными); во-вторых, специфическими рисками, обусловленными характером сделки и ее видом (риски покрытия, риски структуры и потока платежей, правовые риски). В ходе секьюритизации рейтинговые агентства совершают оценку совокупности рисков и присваивают рейтинг эмиссионному финансовому инструменту – ипотечной ценной бумаге, обеспе-

ченной пулом однородных требований. Однако еще до того как выйти на рынок, эмитент и ипотечный агент должны представлять себе всю систему рисков как состоящую из множества элементов, находящихся в определенном взаимодействии. Для этих целей большое значение имеет систематизация рисков секьюритизации ипотечных банковских активов и связанная с ней разработка формальных критериев классификации, позволяющих объединить подмножества рисков в более общие понятия.

Существующим классификациям присущ ряд недостатков: некоторые авторы не отделяют, например, юридические риски от финансовых, в то время как юридические риски в разных странах будут различны, кроме того, в классификации рисков, разработанной российским Агентством ипотечного жилищного кредитования, имеет место объединение в одну группу рисков, имеющих разную природу (например, кредитный риск и риск изменения цен на недвижимость).

Учитывая недостатки рассмотренных классификаций, автором предлагается классификация рисков секьюритизации банковских активов, основанная на использовании системного подхода. Согласно данному подходу классификация рисков должна строиться таким образом, который позволяет, с одной стороны, достаточно полно фиксировать их особенности и связи с объектом защиты, с другой, допускать, в соответствии с практическими потребностями, возможность последующих разделений на элементы.

Для отражения специфических особенностей рисков секьюритизации банковских активов в наиболее общей форме выделим четыре группы рисков: по уровню возникающих рисков; по механизму возникающих при проведении секьюритизации рисков; по причастности к реализации рисков; по сфере происхождения рисков.

Схематично классификация рисков, возникающих при секьюритизации ипотечных активов, представлена на рис. 1.

составляла всего 34,6%, на 01.04.2007 года – 70,3%. В большинстве случаев за залог недвижимости оформляется закладной;

- уменьшение доли кредитов, выданных в иностранной валюте. Это не в последнюю очередь объясняется тем, что стандарты АИЖК предусматривают выдачу кредитов только в рублях;
- даже в процессе становления первичного ипотечного рынка заметно присутствие на нем государства: по состоянию на 01.04.2007 года 12,93% выданных банками ипотечных кредитов было рефинансировано АИЖК путем эмиссии облигаций, гарантированных государством. Перемещение акцента в деятельности АИЖК с рефинансирования ипотеки за счет государственных средств на создание вторичного рынка ипотеки может существенно изменить ситуацию, особенно для тех банков, которые в силу различных причин не могут быть эмитентами ипотечных долговых бумаг;
- выдача ипотечных кредитов по разработанным АИЖК стандартам, по оценке экспертов, составляет не более 20%, в связи с чем перспективы объединения кредитов в пулы однородных прав требований не очевидны;
- рынок ипотечного кредитования развивается крайне неравномерно – главным образом в Москве и Санкт-Петербурге. Этот процесс идет в русле общей тенденции сосредоточения финансовых потоков российской экономики именно в этих центрах.

Скорость становления и качество вторичного ипотечного рынка во многом будет зависеть от выбранной рынком модели формирования пулов для секьюритизации, от оборотоспособности закладных, от тщательности разработанных оригинаторами финансовых стратегий, частью которых является секьюритизация.

Развитие рынка первичного ипотечного кредитования (а значит и становление вторичного рынка ипотеки) ограничивается факторами, не зависящими от него. Важнейшим из них является отсутствие у коммерческих банков достаточно дешевой и долгосрочной ресурсной базы. Именно она в конечном счете

может определять масштабы будущих потерь при неблагоприятном изменении процентных ставок в течение действия кредитного договора.

Для многих банков это означает невозможность развивать ипотечное кредитование, а в случае ухода АИЖК с рынка прямого рефинансирования за счет государственных ресурсов они будут вынуждены свернуть данное направление либо «приспосабливаться» к стандартам, разработанным банками – покупателями активов, что абсолютно невозможно, если банк хочет продавать свои активы нескольким банкам.

Отсутствие единообразных, разработанных и используемых всеми банками форм документов, требований, предъявляемых к участникам ипотечного жилищного кредитования, содержанию, построению и оформлению документации ипотечных договоров, регулирующих отношения между участниками системы ипотечного жилищного кредитования, порождает множество рисков и ведет к неоправданному удорожанию ипотечного кредита – до 7,5% от стоимости приобретаемого жилья.

Объективными границами вторичного ипотечного рынка являются, во – первых, постоянное и резкое превышение спроса на жилье над его предложением, во – вторых, крайне низкий уровень платежеспособности населения. Преодолеть эти границы техника рефинансирования не в состоянии.

Несмотря на ряд серьезных, сдерживающих развитие ипотечного кредитования факторов, можно считать, что начало его становлению положено. Конечно об этом может свидетельствовать деятельность банков по секьюритизации ипотечных активов.

Центральный банк России официально не публикует сведений об этих сделках, однако с 2006 по 2007 гг. было проведено 10 сделок по секьюритизации ипотечных банковских активов (табл.3).

Объем сделок по секьюритизации ипотечных активов, проведенных в России в 2006-2007 гг., составил лишь 36% (15311 млн. рублей) от общего объема сделок по секьюритизации ипотечных банковских активов (42 368,16 млн.

рублей) и всего 5,29% от всех ипотечных жилищных кредитов, выданных на 01.04.2007 г.

Таблица 3

Сделки по секьюритизации ипотечных банковских активов, проведенные в 2006 – 2007 гг.

Оригинатор	Эмитент	Организатор	объем выпуска в ценных бумаг	Юрисдикция
ОАО «Внештор-банк»	Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A. (Люксембург)	Банки: Barclays Capital, HSBC, а также Международная финансовая корпорация (IFC)	88,3 млн. долл. A: 74,2 млн. долл.; B: 10,6 млн. долл. C: 3,5 млн. долл.	Люксембург
ООО «Городской ипотечный банк»	CityMortgage MBS Finance B.V. (Нидерланды)	Московский народный банк (Лондон), Greenwich Financial Services (США)	73,9 млн. долл.: A: 64,3 млн. долл.; B: 6,4 млн. долл. Z: 3,2 млн. долл.	Нидерланды
АКБ «Совфинтрей» (ЗАО)	Dali Capital PLC (Люксембург)	ЗАО Газпромбанк/ Barclays Capital	222,38 млн. долл.	Люксембург
АКБ «Совфинтрей» (ЗАО)	ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» (Россия)	ЗАО Газпромбанк/ Barclays Capital	222,25 млн. рублей или 8,55 млн. долл.	Россия
ЗАО «Коммерческий банк Дельта-Кредит»	Red&Black Prime Russia MBS No.1 Limited (Ирландия)	Societe Generale	206,3 млн. долл.: A: 173,2 млн. долл. B: 14,5 млн. долл. C: 18,6 млн. долл.	Ирландия
АИЖК	ЗАО "Первый ипотечный агент АИЖК"	ЗАО КБ «Ситибанк»	3294,8 млн. руб.: A: 2900 млн. руб. B: 264 млн. руб. C: 130,8 млн. руб.	Россия
ГПБ Ипотека (СовфинтрейИд)	Gazprombank Mortgage Funding 2 S.A («GMF2»)	ЗАО Газпромбанк/ Barclays Capital	6900 млн. руб.: A1: 147,15 млн. Евро A2: 850 млн. руб.; B: 311,8 млн. руб. C: 329 млн. руб. D: 329 млн. руб.	Люксембург
КБ «Москоммерц-банк»(ООО)	Moscow Stars B.V.	HSBC Bank PLC/Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG	184,4 млн. долл.: A: 163,2 млн. долл. B: 16,6 млн. долл. C: 4,6 млн. долл.	Нидерланды
ОАО КБ «МИА»*	ОАО КБ «МИА»*	ОАО «Банк Москвы»	2000 млн. руб.	Россия
АИЖК	ЗАО «Второй ипотечный агент»	ЗАО КБ «Ситибанк», ООО «Ренессанс»	9794,8 млн. руб.: A: 9400 млн. руб. B: 264 млн. руб. C: 130,8 млн. руб.	Россия

Источник: составлена втором по материалам: www.rusipoteka.com и официальным сайтам банков

Анализ данных об эмиссии ипотечных ценных бумаг позволяет выявить некоторые характерные особенности секьюритизации ипотечных банковских активов России:

- важнейшей особенностью проведенных сделок является то, что они имеют преимущественно транграничный характер (4 сделки были проведены в России, 6 в иных юрисдикциях);

- при оценки кредитного рейтинга выпускаемых ценных бумаг российские originаторы прибегали к услугам ведущих рейтинговых агентств – Standard&Poor's, Moody's. Наиболее востребованным среди рейтинговых агентств является агентство Moody's, принявшее участие во всех сделках секьюритизации банковских активов. На момент сделки наивысший среди originаторов рейтинг Moody's имели ОАО «Внешторгбанк» (A1) и ЗАО «КБ ДельтаКредит», низший рейтинг – КБ «Москоммерцбанк» (ООО) и первая трансграничная сделка Городского ипотечного банка (Baa2);

- особенностью сделок по секьюритизации ипотечных жилищных кредитов с участием российских originаторов стало использование внутренних механизмов повышения кредитного качества, среди которых наиболее часто использовались субординирование и создание резервного счета;

- в ходе сделок originаторы практически не прибегали к услугам сторонних обеспечителей кредитного качества и ликвидности.

Рассмотренные в работе тенденции развития вторичного рынка ипотечного рынка, а также выявленные особенности состоявшихся в 2006 – 2007 гг. сделок по секьюритизации ипотечных банковских активов свидетельствует о наличии серьезных факторов, препятствующих развитию важнейшего сегмента фондового рынка России, и о наличии весьма неопределенных перспектив его динамики в ближайшем будущем. Ипотечный кризис в США также не способствовал развитию секьюритизации в нашей стране, более того привел к отмене почти всех запланированных на второе полугодие 2007 года сделок по секьюритизации ипотечных банковских активов.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:

1. Александрова Н.В. Понятие и виды секьюритизации активов// Финансы и кредит, № 5 (245), 2007 г.- 0,6 п.л.
2. Александрова Н.В. Риски секьюритизации банковских активов и их снижение с помощью механизмов повышения надежности// Финансы и кредит, № 29 (269) -2007 г. – 0,8 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

1. Александрова Н.В. Систематизация банковских рисков и ее роль в процессе качественной оценки рисков// Современные аспекты экономики, Ежемесячный журнал, г. Санкт-Петербург, 2003 г.- №21 (49) - 1,08 п.л.
2. Александрова Н.В. Совершенствование национального законодательства, регулирующего ипотечное кредитование// Актуальные проблемы современной науки, №4(25), 2005г.- 1,0 п.л.
3. Александрова Н.В. Управление рисками секьюритизации как направление финансового менеджмента//Социально-экономическое развитие современного общества в условиях реформ: Материалы Международной научно-практической конференции (10 декабря 2007 г.). – В 3-х частях. – Ч.1. / Отв. ред. Л.А. Тягунова. – Саратов: Издательство «Научная книга», 2008. – 0,25 п.л.

Подписано в печать 21.01 2008 г. Формат 60×84/16.
Бумага офсетная. Гарнитура Times. Усл. печ. л. 1,0.
Тираж 100 экз. Заказ 496.

Волгоградское научное издательство
400011, Волгоград, ул. Электросовская, 55.

10 ~